

学校编码: 10384
学号: 32120111150600

分类号____密级____
UDC____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

半强制性分红政策下上市公司现金股利增加的信息
内涵研究

A Study on Information content of cash dividend increase
under Semi-mandatory Dividend Policy

赵雪飞

指导教师姓名: 王志强教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为()课题(组)的研究成果，获得()课题(组)经费或实验室的资助，在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。)

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

一直以来,我国上市公司分红情况频出“异象”,既存在一毛不拔的铁公鸡,也存在超能力派现的公司,大部分上市公司分红比例极低,只重视从市场“圈钱”,却吝于回报。出于培育资本市场长期投资理念、保护投资者利益的考虑,监管部门出台了一系列政策,试图来改善我国上市公司现金分红情况。其主要做法是将我国上市公司的分红行为与再融资资格挂钩,对不分红或分红比例达不到规定的上市公司不给予再融资资格。那么,半强制分红政策的实施是否有效呢?

一方面,我国学者之前的研究表明,由于我国上市公司现金股利支付率极低但现金股利税高达 20%,因此我国的资本市场比较偏好股票股利,而对现金分红并不敏感,甚至存在消极态度。另一方面,半强制分红政策将公司内部分红决策与再融资资格挂钩,一些处于高速成长中、急需资金的企业本来捉襟见肘,为了达到再融资标准却必须支付高额现金股利,很容易导致其陷入困境。那么,在半强制分红政策实施之后,市场上投资者对上市公司增加现金股利的行为是否有积极反应?在此政策背景下,上市公司增加现金股利有何种信息内涵?该政策是否影响了有再融资需求公司的现金股利分配政策,从而扭曲了其现金股利增加的信息内涵?

本文以解决以上三个问题为研究目的,选择了 2008 年到 2011 年财政年度我国 A 股市场上市公司现金股利增加行为作为研究对象,首先检验上市公司实施半强制分红政策是否得到了投资者的肯定,即半强制性分红政策下现金股利增加是否能够引起市场正向反应;在检验得出政策并没有得到投资者认可的结论之后,为探析政策失效的原因,本文检验了上市公司增加现金股利的信息内涵,并将具有再融资动机的上市公司与参照组进行对比分析。研究发现,半强制性分红政策背景下,具有再融资动机公司为了迎合政策,即使在当期盈余减少的情况下仍然会增加现金股利,而这些在急需融资的状况下增加现金股利的公司不仅未来盈余没有增加反而下降了。因此,本文研究认为,虽然监管层出台半强制性分红政策具有一定的合理性和必要性,但该政策的确存在监管悖论,扭曲了具有再融资动机公司增加现金股利行为的信息内涵,政策落实方式和措施需要进一步改善。

关键词: 半强制分红; 现金股利; 信息内涵

ABSTRACT

In recent years, some strange phenomena happened to dividend paying. There are some companies paying no cash dividend for years. And some other companies granted ultra-ability cash dividend. Most listed company in china paid much attention to money encirclement but paid dividend with low rate. With the purpose to protect the right and interests of investors, Regulators made series of policies which is called Semi-mandatory dividend policy. This policy matches dividend payment with qualifications of refinancing and takes the certain level of dividend paid by listed companies as a prerequisite for their refinancing qualifications. However, can this Semi-mandatory dividend policy exert positive effects to the market and company?

On the one hand, study found that low cash dividend payout ratio and high dividend tax made investors in our capital market prefer stock dividend to cash dividend. On the other hand, Semi-mandatory dividend policy has to face the limitation of “regulatory paradox”. With Semi-mandatory dividend policy, some companies with high-growth need to pay high cash dividend to obtain refinancing qualification and will get into trouble easily. In that way, can Semi-mandatory dividend policy satisfy investors? If not, will this policy influence the corporate governance and distorts the information conveyed by cash dividend increase?

In order to solve the two questions above, this paper makes research on listed companies issued in A-share market that has cash dividend increase between fiscal year 2008 and 2011. We firstly research the market reaction to cash dividend increase after the policy implementation. The empirical result shows that the capital market has a negative response to cash dividend increase, which means the policy can't satisfy investors. Then, we research the information content of the cash dividend increase. Compared with a matched sample, we find that companies with refinance motive will increase cash dividend even if they suffered profit reduction. To get the refinancing qualification, companies with refinance motive have to give higher dividend when

they are out of money. What is worse, this cash dividend increase will result in lower profit in the next year. It means that cash dividend increase of companies with refinance motive can not reflect profit increase in current period and indicate lower profit in next year. The information of cash dividend increase in these companies is completely opposite to the theory of dividend signal. In conclusion, we argue that Semi-mandatory dividend policy distorts the information conveyed by cash dividend increase and may not play a good role in dividend policy making of listed company. And we further put forward some recommendations about how to practice this policy.

Key words: Semi-mandatory Dividend Policy; Cash Dividend; Information Content

目录

摘要	I
第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 半强制性分红政策.....	1
1.1.2 政策产生的背景.....	2
1.2 选题意义	3
1.3 研究内容与方法	3
1.3.1 现金股利变动的市场公告效应.....	4
1.3.2 上市公司现金股利增加的信息内涵.....	4
1.4 研究思路与框架结构.....	4
1.5 本文贡献	5
第 2 章 文献综述	7
2.1 股利信号理论相关文献综述.....	7
2.1.1 股利信号理论的产生和发展.....	7
2.1.2 国外学者实证研究综述.....	9
2.1.3 国内股利信号理论实证研究.....	13
2.2 国内现金股利政策现状和半强制性分红政策相关研究	16
2.2.1 我国现金股利分红的现状.....	16
2.2.2 半强制性分红政策研究的相关研究.....	17
2.3 文献综述评价	18
2.3.1 股利信号传递理论的研究.....	18
2.3.2 我国现金股利现状和政策的研究	18
第 3 章 上市公司现金股利增加的公告反应	20
3.1 提出问题	20
3.2 研究设计	23
3.2.1 股利增加的定义.....	23

3.2.2 变量选取.....	24
3.2.3 样本筛选.....	25
3.2.4 研究方法和参数选择.....	26
3.3 上市公司增加现金股利公告反应检验.....	27
3.3.1 描述性统计分析.....	27
3.3.2 实证分析.....	27
3.3.3 稳健性检验.....	29
3.4 本章小结.....	30
第4章 上市公司现金股利增加的信息内涵.....	31
4.1 提出问题.....	31
4.2 上市公司现金股利增加的信息内涵.....	31
4.2.1 研究设计.....	31
4.2.2 上市公司增加现金股利信息内涵的实证检验.....	35
4.3 半强制性分红政策对现金股利增加信息内涵的影响研究.....	38
4.3.1 研究方法及样本选择.....	39
4.3.2 有再融资动机公司现金股利增加的信息内涵检验.....	40
4.4 本章小节.....	44
第5章 结论.....	46
5.1 研究结论.....	46
5.2 政策建议.....	47
5.3 研究局限及对未来的展望.....	47
5.3.1 研究局限性.....	47
5.3.2 对未来研究的展望.....	48
参考文献.....	49
致谢.....	54

CONTENTS

ABSTRACT	II
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research background and Meaning	1
1.1.1 Semi-mandatory Dividend Policy	1
1.1.2 Background of Semi-mandatory Dividend Policy	2
1.2 Research Significance	3
1.3 Research Content and Method	3
1.3.1 Market Reaction to Cash Dividend Increase	4
1.3.2 Information Content of Cash Dividend Increase	4
1.4 Research Framework	4
1.5 Contribution	5
Chapter 2 Literature Review	7
2.1 Informtion content of dividends	7
2.1.1 Production and Development	7
2.1.2 Foreign Empirical Research	9
2.1.3 Domestic Empirical Research	13
2.2 Domestic Cash dividend Policy and Regulatory Policy	16
2.2.1 Domestic Cash Dividend Policy Related Research	16
2.2.2 Regulatory Policy Related Research	17
2.3 Conclusion	18
2.3.1 Informtion content of dividend	18
2.3.2 Domestic Cash dividend Policy and Regulatory Policy	18
Chapter 3 Market Reaction to Cash Dividend Increase	20
3.1 Introduction	20
3.2 Study design	23
3.2.1 Definition of Dividend Increase	23
3.2.2 Variable Selection	24

3.2.3 Sample Selection	25
3.2.4 Research Method and Parameter Selection	26
3.3 Empirical Test	27
3.3.1 Descriptive Statistical Analysis	27
3.3.2 Market Reaction to Cash Dividend Increase	27
3.3.3 Robust Test	29
3.4 Conclusion	30
Chapter 4 Information Content of Cash Dividend Increase	31
4.1 Introduction	31
4.2 Information Content of Cash Dividend Increase	31
4.2.1 Study design	31
4.2.2 Empirical Test	35
4.3 Policy Infulence On Companies with Refinance Motive	38
4.3.1 Research Method and Sample Selection	39
4.3.2 Empirical Test	40
4.4 Conclusion	44
Chapter 5 Conclusion and Policy Suggestion	46
5.1 Research Conclusions	46
5.2 Policy Suggestion	47
5.3 Limitations and Prospects	47
5.3.1 Limitations	47
5.3.2 Prospects	48
Reference	49
Acknowledgements	54

第 1 章 绪论

1.1 研究背景

1.1.1 半强制性分红政策

一直以来,由于我国特殊的经济制度背景,上市公司普遍存在现金股利不分配或低分配、分配连续性和稳定性差等“异象”。但是,现金股利作为企业对投资者的回报,不仅可以体现公司良好的经营业绩、有效的公司治理,同时也可以起到培育投资者形成长期投资理念、提升资本市场活力的作用。因此,上市公司现金股利分配问题一直被监管部门所着重强调。从 2001 年起,我国监管部门陆续出台了一系列政策来改善上市公司股利分配情况。其主要做法是,将我国上市公司的股利分配行为与再融资资格挂钩,不进行股利分配或股利分配比例达不到规定要求的上市公司不能获得再融资资格。根据丁传武,杨宝(2013)^[1]的归纳,我国半强制性分红政策具体实施分为以下四个阶段:

1. 半强制性分红政策初期

2001 年 3 月 28 日证监会出台的《上市公司新股发行管理办法》中指出:“对于公司最近三年未有分红派息,董事会对于不分配的理由未做出合理解释的,担任主承销商的证券公司应当重点关注并在尽职调查报告中予以说明”。这份文件只是要求证券主承销商对未提出分红并无合理理由的上市公司做出督导说明,并没有对不分红行为提出处罚措施。该办法拉开了我国实行“半强制性分红政策”的序幕,但这种“说明性”的要求对上市公司分红行为并没有实质性的约束力。

2. 半强制性分红政策雏形期

2004 年 12 月 7 日,证监会出台的《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》中,明确提出“应重视对投资者的回报;应将利润分配方法载于公司章程;董事会未做出现金利润分配预案的,应当在定期报告中披露原因,独立董事应当对此发表独立意见;上市公司最近三年未进行现金利润分配的,不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份”。该规定不仅对分红信息的披露做了原则性要求,而且将再融资资格与“最近三年分红与否”挂钩。至此,半强制性分红政策的雏形初步形成。

3. 半强制性分红政策量化期

2006 年 5 月 6 日出台的《上市公司证券发行管理办法》则对上市公司股利

分配比例做了具体要求：“上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%”。2008 年 10 月 9 日，证监会颁布的最新规定《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》明确规定“上市公司公开发行证券应符合最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”。这份文件不仅将分红比例从 2006 年的“20%”提高到了“30%”，并且将“现金或股票方式”直接改为了“以现金方式”。

4. 半强制性分红政策细化期

为了强化上市公司分红，鼓励投资者长期投资，证监会于 2012 年 5 月 4 日发布了《关于进一步落实上市公司分红有关事项的通知》，该通知对上市公司分红的程序、分红信息披露内容做出了明确要求。而后，为提高沪市公司的分红水平，上海证券交易所于 2013 年 1 月 7 日发布了《上海证券交易所上市公司现金分红指引》，细化了对沪市公司现金分红的监管内容。

监管部门通过上述四个阶段逐步推进了对上市公司股利分配行为的监管，表明了要通过强化现金股利分配来保护投资者利益、培育市场长期投资理念的决心。

1.1.2 政策产生的背景

那么，我国证监会为什么会出台半强制分红政策呢？这主要是基于以下两方面背景：

1. 资本市场上的上市公司竞争“圈钱”。从 2008 年中国平安、2009 年中国银行和国美电器等的“融资门”事件上可以看出，我国上市公司大多积极圈钱但吝于分红，直接导致市场成为各大上市公司竞争“圈钱”的场所。而在健康的资本市场上，上市公司为了获得长远发展、实现盈利的增长而进行公开融资，投资者则能通过分红来获得回报。于是，为了改善“圈钱市”的现状，督促上市公司以分红形式回报股东，监管部门才有意出台半强制性分红政策。

2. 上市公司分红行为频出“异象”。我国大部分上市公司分红比例极低，有个别公司甚至自上市以来从不分红，被称为“铁公鸡”，而另一些公司却超能力分红。由于我国的大部分上市公司都是从国企改制而来，具有一股独大、内部人控制等治理弊端。对于公司的管理层，他们倾向保留现金来满足经营投资需要，因此不愿意分红；对于一些觊觎通过关联交易来谋取私利的股东，他们也漠视分

红；与前面两类相反，另一些大股东为了套现，则倾向超能力派现。因此，我国上市公司分红行为频频出现“异象”。随着股权分置改革逐渐推进，这些“异象”虽有所改善，但其根源性问题——内部治理失效依然存在。在这样的背景下，监管部门对上市公司进行分红监管实属迫不得已。

尽管半强制性分红政策的出台是基于监管部门改善上市公司现金分红状况、保护投资者的目的，但从正常的法律关系来看，上市公司的股利分配政策应由公司的董事会或股东大会来决定，属于公司内部财务决策。因此，“半强制性分红政策”是否能够达成监管部门的初衷，对上市公司现金股利政策有何影响，还有待考察，这也是本文的选题动机。

1.2 选题意义

股利分配是公司盈余管理的一个重要方面，是上市公司财务管理的核心内容之一，既关系到公司当前利益，同时也关系到公司未来的发展。股利的信号传递理论认为，在信息不对称条件下，股利政策可以传递公司的盈利状况，并向市场传递信息，发挥信号传递作用。而在我国半强制性分红政策的特殊背景下，上市公司很可能为获得再融资资格而迎合政策增加现金股利，因此，在这种政策背景下，上市公司现金股利增加所传递的信息内涵很有可能会被扭曲。

本文基于半强制分红政策背景，首先从上市公司增加现金股利的公告反应探析政策实施的效率，在研究得出投资者并不认可政策的结论之后，本文基于半强制性分红政策，检验了上市公司增加现金股利的信息内涵，并且进一步针对政策主要影响对象——有再融资动机公司进行研究，以探究政策失效的原因。本文的研究通过实证检验，为评价半强制性分红政策的实施效果和分析政策失效原因提供了实证证据，能够为监管部门改进分红监管措施提供参考。

1.3 研究内容与方法

本文在半强制性分红政策背景下，以股利政策的信号理论为基础，选取 2008 年到 2011 年财政年度在年末增加现金股利的上市公司作为研究对象，首先研究了在半强制分红政策实施之后，上市公司增加现金股利的市场公告效应，分析该政策的实施是否有效地保护投资者的利益、满足了投资者对现金股利的预期；然后从现金股利增加的信息内涵角度研究被投资者不认可政策的原因，检验半强制性分红政策实施后，上市公司现金股利增加是否能够反映当期经营业绩、预测未

来盈余变动；最后对政策的主要影响对象——具有再融资动机的公司进行进一步研究，按一定方法在增加现金股利的公司中，筛选出具有再融资动机的上市公司，并为其配对，对比分析半强制性分红政策对有再融资动机公司现金股利增加信息内涵的影响。因此本文拟从以下两方面展开研究：

1.3.1 现金股利变动的市场公告效应

采用事件研究法和回归检验法，选取上市公司增加现金股利预案公告日作为事件日，检验分红预案公告日现金股利增加的短期市场反应，检验在半强制性分红政策背景下，上市公司增加现金股利是否能引起市场产生正向的超常收益，探究半强制性分红政策是否得到了市场上投资者的认可。

1.3.2 上市公司现金股利增加的信息内涵

在第一部分研究得出政策并未得到投资者认可的结论之后，本文基于半强制性分红政策，检验了上市公司增加现金股利的信息内涵，试图探究投资者不认可政策的原因。此部分采用多元回归分析法，对 2008 年到 2011 年财政年度沪深 A 股所有增加现金股利的行为进行研究，分别检验当期未预期股利增加与当期未预期盈余增加、未来盈余增加的关系。研究发现，上市公司增加现金股利并非因为当期盈余增加，也并不能够预测未来盈余增加，这也是政策不被认可的重要原因之一。那么为何上市公司增加现金股利并不能包含盈余增加的信息呢？

本部分进一步针对政策的主要影响对象——具有再融资动机的上市公司进行研究，并为其配对，通过与参照组现金股利增加的信息内涵的对比，研究具有再融资动机的公司是否是为了迎合半强制性分红政策、获取再融资资格而增加现金股利，进而说明半强制性分红政策是否扭曲了有再融资动机公司增加现金股利行为的信息内涵。

1.4 研究思路与框架结构

如图 1-1，本文主要分为以下五个部分。

第一部分为导论，首先介绍了半强制性分红政策的具体内容及其出台背景，然后介绍了本文的研究内容、现实意义和论文结构等。

第二部分是文献综述部分，首先对股利的信号理论相关的理论和实证经验文献进行回顾，然后梳理了国内现金股利政策现状和半强制性分红政策相关文献，为本文研究提供理论基础。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库